
دار المنظومة
DAR ALMANDUMAH
الرواد في قواعد المعلومات العربية

تأثير يوم الأسبوع على عوائد الأسهم
دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني*
1992 -2008

د. عماد زياد رمضان
أستاذ مساعد

د. ثائر عدنان قدومي
أستاذ مساعد

د. قيس أديب الكيلاني
أستاذ مساعد

قسم العلوم المالية والمصرفية
جامعة العلوم التطبيقية الخاصة
المملكة الأردنية الهاشمية

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على نمط سلوك العوائد الرأسمالية للأسهم في الأسواق الناشئة، وبالتحديد سوق عمان للأوراق المالية. وقد تم استخدام مؤشري سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 1992-2008، وباستخدام الأسلوب الإحصائي OLS وبوجود الـ Dummy Variables تم قبول ورفض الفرضية العدمية التي نصت على أن عوائد أيام الأسبوع متساوية وتختلف بدلالة إحصائية عن الصفر، وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين، حيث أن هناك تأثيرا ليوم الأثنين على العوائد الرأسمالية، حيث كان متوسط عائد يوم الأثنين يختلف عن الصفر وسالبا بدلالة إحصائية، وأن هذا التأثير ينحصر في النصف الثاني من الشهر، فيما لم تجد الدراسة أية دلالة إحصائية على أن عوائد الأيام الأخرى للأسبوع غير متساوية أو تختلف عن الصفر.

مقدمة:

يشير مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق إلى عدم إمكانية تحقيق عوائد غير عادية، ولذلك فإن وجد أي نمط سلوكي يعتمد على تحركات الأسعار يمكن من خلالها تحقيق أي أرباح غير عادية تفوق ما يمكن أن تحققه استراتيجية الشراء والاحتفاظ، يدل ذلك على رفض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

لقد كان (Alexander) من أوائل الذين بحثوا عن أنماط سلوك غير عادي للتداول، حيث صمم قاعدة للتداول تعتمد على تغير الأسعار، وتشير هذه القاعدة إلى أن انخفاض السعر بنسبة 5% عن القمة السابقة للسعر يعتبر إشارة بيع، وأن ارتفاع السعر بنسبة 5% عن أدنى نقطة قاع بلغها السعر يعتبر إشارة شراء.

* تم تسلم البحث في يونيو 2009، وقُبل للنشر في أغسطس 2009.

ويشير تأثير يوم في الأسبوع على أن عوائد الأسهم تكون في المتوسط في أدنى مستوياتها في يوم معين من الأسبوع، وفي أعلى مستوياتها في يوم أخر من الأسبوع مقارنة بباقي أيام الأسبوع، وهذا ما يتعارض ومفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، لان هذا التأثير يشير لوجود استراتيجية رابحة للتداول تمكن المستثمر من تحقيق عوائد غير عادية من خلال اتباع استراتيجية الشراء بيوم معين والبيع بيوم معين آخر.

ولمعرفة فيما إذا كانت هناك قواعد للتداول يمكن أن يستفاد منها في بورصة عمان لتحقيق أرباح غير عادية، فإننا سنعمل على اختبار مدى وجود نمط غير عادي لعوائد الأسهم خلال أيام الأسبوع المختلفة، والذي يعرف بتأثير يوم في الأسبوع على عوائد الأسهم، للتأكد من مدى وجود ظاهرة تأثير يوم في الأسبوع في بورصة عمان للأوراق المالية، علما بان سوق عمان للأوراق المالية تتوفر فيه مقومات السوق المالي الكفء مثل الشفافية ونشر المعلومات المالية الدورية للشركات المدرجة فيه من خلال موقع البورصة على شبكة الانترنت.

ولتعزيز كفاءة السوق المالي فقد تم تأسيس هيئة مستقلة تقوم بالدور الرقابي والتشريعي تحت أسم هيئة الأوراق المالية في عام 1997، وقد قامت هذه الهيئة بإصدار تعليمات الإفصاح المالي للشركات الأردنية والتي تلزم الشركات المدرجة بالإفصاح عن قوائمها المالية ونسب ملكية الإدارة وكبار المساهمين وتعاملات مجلس الإدارة، كما تلزم الشركات المدرجة بالإفصاح عن قوائمها المالية كل ثلاثة أشهر، حيث يتم إيقاف الشركات غير الملتزمة بتعليمات الإفصاح عن التداول بالإضافة إلى الغرامات المالية.

منهجية الدراسة:

أهمية الدراسة:

أصبحت الأسواق المالية الناشئة محط اهتمام العالم الاستثماري بأسره، فعدد الدراسات العملية التي أجريت على هذه الأسواق تزايد بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة، لما تشكله هذه الأسواق من فرص استثمارية حقيقية، وما يعطي هذه الدراسة أهمية خاصة، كونها تسلط الضوء على احد هذه الأسواق الناشئة، وتضيف إلى الاختبارات التي أجريت على الدول المتقدمة فيما يتعلق بهذا النمط السلوكي غير العادي أدلة جديدة عن نمط سلوك عوائد الأصول المالية خلال أيام التداول في أسواق تلقى اهتماما استثماريًا متزايدا، بالإضافة لذلك فإن هذه الدراسة تسعى لتصنيف نمط السلوك غير العادي لعوائد الأسهم في حال كان هناك نمطاً غير عاديا حسب ترتيب الأسبوع في الشهر، وذلك لاختبار مدى ثبات هذا السلوك غير العادي خلال سنوات الدراسة لمحاولة تفسير هذا النمط من السلوك.

أهداف الدراسة:

أن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة يكمن في محاولة الكشف عن أدلة جديدة فيما يتعلق بنمط سلوك عوائد الأسهم خلال أيام التداول الأسبوعية في الأسواق الناشئة وبالتحديد سوق الأوراق المالية الأردني، وذلك لتأكيد أو نفي إمكانية وجود هذا النمط السلوكي غير العادي في سوق الأوراق المالية الأردني.

مشكلة الدراسة:

أصبح من المعروف في أدبيات الإدارة المالية أن أي إمكانية للتنبؤ بنمط عوائد الأصول عادة ما يفسر على أنه ضعف في كفاءة السوق، وواحدة من الأنماط ذات الدلالة الإحصائية في عوائد أسواق الأوراق المالية تأتي من خلال تأثير نمط السلوك الموسمي، هذا التأثير الموسمي قد أثار اهتمام الكثير من الأكاديميين والعاملين في الأسواق المالية، مما نتج عنه عدة دراسات حول نمط السلوك غير العادي الموسمي لعوائد الأوراق المالية في أسواق المال، وتوصلت هذه الدراسات إلى أن أكثر الألغاز التي تواجه الباحثين في أنماط عوائد الأصول المالية والتي لا تستند إلى أية نظرية استثمارية محددة وتعد محيرة وغامضة، هي أن عوائد أيام التداول الأسبوعية تختلف فيما بينها بدلالة إحصائية، ففي حين أن عائد يوم الأثنين كأول يوم تداول في الأسبوع بالنسبة لأمريكا وأوروبا كان بالمتوسط أقل من باقي أيام التداول وذو عائد سالب، فإن عائد يوم الجمعة كآخر يوم تداول في الأسبوع في الدول التي أجريت فيها هذه الدراسات كان أعلى من باقي الأيام بدلالة إحصائية، مما دفع بالكثير من المستثمرين بسلوك نمط استثماري يقضي بالشراء يوم الأثنين والبيع يوم الجمعة دون أن يكون لهذا النمط من السلوك الاستثماري أية نظرية تدعمه أو تفسره.

أكدت دراسة (2003) Pettengill على أن هذا النمط السلوكي غير العادي قد بدأ منذ أكثر من مئة سنة ماضية في السوق الأمريكي، وأن هذا التأثير لا يظهر فقط في سوق الأسهم، وإنما يمكن أن يظهر هذا النمط في أسواق أصول مالية أخرى.

نموذج الدراسة:

سوف يتم اختبار فرضية الدراسة من خلال معادلة الانحدار باستخدام أسلوب Ordinary Least Square - OLS وباستخدام Dummy Variables كما يلي:

$$R_{It} = r_{IT} + r_{IS} D_{St} + r_{IM} D_{Mt} + r_{IW} D_{Wt} + r_{ITH} D_{THt} + e_{It} \ldots\ldots\ldots (1)$$

ويمكن إعادة كتابة معادلة (1) لتصبح كما يلي:

$$R_{It} = \sum_{j=1}^{K} r_{Ij} D_{jt} + e_{It} \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

$$t = 1, 2, 3 \ldots\ldots N$$

حيث:

R_{It}: نسبة عائد المؤشر المستخدم للسوقI في يوم t.

r_{Ij}: الوسط الحسابي لعائد المؤشر I في يوم j.

D_{jt}: الـ Dummy Variable لليوم j وتساوي 1 في يوم j وصفر فيما عدا ذلك.

K: عدد أيام التداول في الأسبوع.

فرضيات الدراسة:

إن الفرضيات العدمية التي تسعى الدراسة لاختبارها يمكن صياغتها كما يلي:

$$H_0: r_{IS} = r_{IM} = r_{IT} = r_{IW} = r_{ITH} = 0.$$

حيث أن: r_{IS} , r_{IM} , r_{IT} , r_{IW} , r_{ITH} هي متوسط عوائد أيام الأسبوع من الأحد إلى الخميس.

وتنص الفرضية العدمية على أن عوائد التداول خلال أيام الأسبوع متساوية ولا تختلف عن الصفر بدلالة إحصائية، فيما تنص الفرضية البديلة على أن متوسط عوائد أيام الأسبوع (على الأقل يوم واحد) غير متساوية وتختلف عن الصفر بدلالة إحصائية.

وسيتم رفض الفرضية H0 في حال كانت:

$$(F_{Computed} > F_{Critical} \mid n_1 = N, n = \infty) = .05$$

حيث: N: عدد الـ Dummy Variables في معادلة الانحدار.

منهج الدراسة:

يمكن تصنيف هذه الدراسة من حيث منهجها على إنها دراسة إحصائية تحليلية تقوم أساسًا على جمع البيانات ومن ثم تحليلها إحصائيًا واستنتاج المعلومات.

الدراسات السابقة

العديد من الأكاديميين وخبراء التمويل حاولوا تقديم نظريات خاصة بهم لتفسير هذا النمط السلوكي غير العادي لعوائد يوم التداول الأول والأخير من الأسبوع، وبنفس الوقت فقد أكد كثير من الباحثين على أن هذا النمط قد اختفى تماما أو جزئيا من بعض الأسواق المالية الأمريكية، ففي دراسة Sun and Tong (2003) ودراسة(Chan (2004 أكدتا على وجود نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين، حيث سجلت الدراستين عائدا سلبيا ليوم الأثنين يختلف بدلالة إحصائية عن باقي أيام الأسبوع. وقد عزت هاتين الدراستين هذا العائد السلبي إلى الارتفاع الكبير في عمليات البيع يوم الجمعة من قبل الأفراد للحصول على سيولة مالية لتغطية احتياجاتهم خلال عطلة نهاية الأسبوع.

أما دراسة Abraham and Lkenberry (1994) فقد توصلت إلى وجود عائد سلبي ليوم الأثنين، كما توصلت الدراسة إلى أن عائد الأسبوع الأخير من الشهر يميل أيضا بالمتوسط إلى أن يكون سالبا ولنفس الأسباب التي تؤثر في عائد يوم الأثنين المتمثلة في ميل الأفراد إلى إغلاق مراكزهم المالية يوم الجمعة لتغطية احتياجاتهم خلال عطلة نهاية الأسبوع، وميل الأفراد إلى إغلاق مراكزهم المالية مع اقتراب نهاية الشهر لتغطية احتياجاتهم من النقد.

دراسة (2004) Rosenberg أيدت هذا التفسير لتأثير يوم الأثنين والمتعلق بميل الأفراد إلى إغلاق مراكزهم المالية مع نهاية الأسبوع ونهاية الشهر لتمكينهم من مواجهة احتياجاتهم للنقد السائل خلال عطلة الأسبوع وفترة دفع الفواتير في نهاية الشهر، أما دراسة (2003) Gondhalekar and Mehdian فقد أكدت على النمط غير العادي لعائد يوم الأثنين، وخلصت إلى أن السبب يعود إلى نواح نفسية للمستثمرين، حيث أن مزاج المستثمرين يميل إلى البيع أكثر من الشراء في اليوم الأول للتداول من الأسبوع، بحيث أطلق على هذا التفسير بنظرية الـ (Monday Blues) حيث يميل المستثمرين حسب هذه النظرية إلى أن يكونوا أكثر كآبة (Gloomy) مقارنة بالأيام الأخرى من الأسبوع، مما ينعكس على سلوكهم فيكونوا أكثر ميلا للبيع من الشراء.

وفي دراسة (2003) Singleton and Wingender أكدت أيضاً على العائد السلبي ليوم الأثنين وخلصت إلى أن السبب في هذا النمط يعود إلى العوامل الاقتصادية والنفسية التي تؤثر على قرار المستثمرين فتدفعهم إلى الميل نحو البيع أكثر من الشراء.

أما دراسة (2001) Steeley فقد توصلت إلى أن هناك عائدًا سلبيًا ليومي الأثنين والجمعة من الأسبوع بدلالة إحصائية في أسواق المال البريطانية. وعزت الدراسة هذه النتيجة إلى أن هناك احتمال أن يكون نمط وصول المعلومات إلى هذه الأسواق وبالتحديد المعلومات عن حالة الاقتصاد الكلي هو السبب في ذلك، حيث أن هذه المعلومات تتركز خلال أيام الثلاثاء إلى الخميس وأن حجم المعلومات التي تصل إلى السوق تقل يومي الجمعة والأثنين.

وفي دراسة (1997) Kamara التي توصلت إلى أن تأثير اليوم الأول للتداول ينخفض مع انخفاض تكاليف التداول ومع زيادة نسبة تداول المؤسسات إلى الأفراد على الأصول المالية، وعلى العكس من ذلك فإن عوائد الأوراق المالية للشركات الصغيرة تتأثر بيوم التداول الأول من الأسبوع ولا تتأثر بنسبة تداول المؤسسات إلى الأفراد على هذه الأصول المالية.

وفي دراسة أخرى لـ (2003) Sullivan and Liano توصلت إلى نتيجة مفادها وجود تأثير موسمي لعوائد الأصول المالية. فقد كشفت الدراسة عن أنه في أوقات معينة من السنة يكون تأثير يومي الأثنين والجمعة أقوى منه في أوقات أخرى من السنة، بسبب اتساع قاعدة التأثير وبسبب العدد الكبير لمرات الانخفاض في مؤشر السوق مقارنة بأوقات يكون فيها عدد الانخفاضات في مؤشر السوق قليل وحاد. كما خلصت الدراسة إلى أن تأثير يومي الأثنين والجمعة بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن شركات كبيرة قد اختفى خلال العقدين الماضيين، فيما بقي تأثيرهما واضحا على الأصول المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة.

أما دراسة (2004) Gu فقد خلصت إلى أن تأثير يومي الأثنين والجمعة قد اختفى مع نهاية القرن العشرين نتيجة لظهور نمط تأثير جديد سمي بتأثير نهاية الأسبوع (Weekend effect) وان هذا التأثير الجديد يختلف باختلاف حجم الشركة.

أما دراسة (2003) Tori فقد خلصت إلى أن تأثير يوم الأثنين قد تقلص وأخذ بالاختفاء، وأن تأثيرا جديدا أخذ بالظهور هو تأثير نهاية الأسبوع، وأن السبب في هذا النمط الجديد هو التقدم التكنولوجي. حيث قام Tori بإجراء دراسة امتدت إلى 32 سنة خلصت إلى أن عائد يوم الأثنين كان غير مستقر في مؤشرات S&P ومؤشر NASDAQ، وعند إعادة الدراسة على النصف الأخير من الفترة خلصت الدراسة إلى أنه وبسبب استخدام التداول الإلكتروني وانخفاض تكاليف التداول وتوفر المعلومات عن الشركات بشكل كبير ومستمر على شبكة الانترنت، لم يعد المستثمرين مجبرين على تأجيل قراراتهم الاستثمارية في عطل نهاية الأسبوع، مما نتج عنه اختفاء تأثير يوم الأثنين.

كما أكدت دراسة (2003) Pentigill, Wingender and Kohi على اختفاء وتقلص تأثير يومي الأثنين والجمعة من بعض أسواق المال الأمريكية خلال العقدين الأخيرين، وخلصت الدراسة إلى أن السبب في ذلك يعود إلى الانخفاض في تكاليف التداول وإجراءات المراجحة (الموازنة) Arbitrage التي اتخذتها الشركات الاستثمارية والانتعاش الكبير في أسواق المال خلال التسعينيات من القرن الماضي.

اختبار سلوك عوائد الأصول المالية:

تم استخدام مؤشري سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 1992 إلى عام 2008 للتحقق من تأثير يوم الأسبوع على العوائد الرأسمالية للأسهم وهذان المؤشران هما: المؤشر المرجح بالأسعار السوقية Weighted Price Index (WPI) ومن مميزات هذا الرقم القياسي اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، وتم تغييره إلى 1000 اعتبارًا من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها إلى ستين شركة في عام 1994 والى سبعين شركة في عام 2001 والى 100 شركة في العام 2007، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمس معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما تم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة. (التقارير السنوية لبورصة عمان).

والمؤشر الأخر هو المؤشر المرجح بالأسهم الحرة Free Floated Index (FFI) ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق بشكل أدق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبنى على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات المدرجة ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها، حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنويع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته، كما تم اختيار الرقم (1000 نقطة) كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999 (موقع البورصة على الإنترنت).

ولأغراض الدراسة فقد تم استخدام هذين المؤشرين للفترة 2000/1/1 – 2008/12/31، كما وتم اعتماد ثلاثة اختبارات فرعية أخرى ضمن الدراسة، وهي اختبار قبل وبعد التداول الإلكتروني للفترة من 1992/1/1 إلى 1999/12/31 التي سبقت استخدام التداول الإلكتروني والفترة الممتدة من 2000/1/1 إلى 2008/12/31 والتي تمثل فترة ما بعد البدء باستخدام التداول الإلكتروني وباستخدام مؤشر الـ WPI فقط، وذلك بسبب عدم توفر معلومات عن مؤشر الـ FFI قبل استخدام التداول الإلكتروني في سوق عمان للأوراق المالية.

أما الاختبار الثاني، فقد تم فحص تأثير يوم الأسبوع على عوائد الأسهم بناءً على ترتيب الأسبوع ضمن الشهر من حيث كونه الأول أو الثاني حتى الأسبوع الخامس كحد أقصى وذلك انسجاما مع دراسة (Ko Wang et al., 1997)، لمعرفة فيما إذا كان هناك تأثيرا لترتيب الأسبوع على نتائج الدراسة.

مقومات الدراسة التطبيقية:

يمكن تعريف الأسبوع الأول من الشهر على أنه الأسبوع الذي يتضمن اليوم الأول للتداول في الشهر، وإذا كان اليوم الأول للتداول من الشهر هو يوم الأحد فانه سوف يكون الأحد الأول من الأسبوع الأول من الشهر وإلا فانه لن يكون هناك عائد ليوم الأحد الأول من الأسبوع الأول للشهر. وفي الاختبار الثالث فقد تم فحص تأثير اليوم الأول واليوم الأخير من الشهر على عوائد الأسهم للوقوف على احتمالية أن يكون هناك نمط استثماري لليوم الأول والأخير من الشهر في سوق عمان للأوراق المالية.

تم حساب العائد اليومي للمؤشر من خلال أسعار الإغلاق إلى الإغلاق، حيث أن أسعار تداول الإغلاق إلى الإغلاق تعني أن الأيام التي لم يحدث بها تداول بسبب الأعياد والعطل الرسمية وأية أسباب أخرى تم استبعادها ولم يتم التعامل معها على أنها معلومات مفقودة، وبذلك يمكن التعبير عن العائد اليومي لمؤشر السوق حسب المعادلة التالية:

$$R_{It} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \ldots\ldots\ldots (3)$$

حيث: R_{It}: نسبة عائد المؤشر المستخدم للسوق في يوم t.

P_t: قيمة مؤشر السوق المستخدم في يوم t.

ويجب الإشارة إلى أنه لم يتم تعديل العائد اليومي بالأرباح الموزعة، وذلك لأن أغلب الدراسات السابقة، وكل الدراسات الحديثة لم تقم بتعديل العائد اليومي بالأرباح الموزعة. ولذلك فإن عدم تعديل العائد اليومي بالأرباح الموزعة يعطي فرصة لمقارنة مباشرة بين نتائج هذه الدراسة والدراسات السابقة.

وثانيا فإن كل من دراسة (Choy and O'Hanlon, 1989) في بريطانيا، ودراسة (Fishe et al., 1993) في أمريكا قد توصلتا إلى أن توزيعات الأرباح ليس لها تأثير ذا دلالة إحصائية على نتائج دراستهما المتعلقة بتأثير نهاية الأسبوع على عوائد الأصول المالية. لذلك فإننا نرى عدم ضرورة تعديل العائد اليومي بالأرباح الموزعة لغايات هذه الدراسة.

الدراسة التطبيقية:

تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

يظهر جدول رقم (1) النتائج الإحصائية لعوائد أيام الأسبوع باستخدام مؤشري سوق عمان للأوراق المالية هما، مؤشر FFI ومؤشر WPIخلال الفترة من 1-1-2000 إلى 31-12-2008، حيث يظهر العامود الأول من الجدول عدد المشاهدات ومجموع العوائد والوسط الحسابي والانحراف المعياري ومقياس التفلطح والالتواء لجميع العينة خلال الفترة. فيما العامود الثاني إلى العامود السادس تظهر هذه المقاييس المختلفة لكل يوم من أيام الأسبوع.

جدول (1)

يوضح نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لعوائد أيام الأسبوع خلال الفترة

2008/12/31 – 2000/1/1

FFI

	All days (1)	Sunday (2)	Monday (3)	Tuesday (4)	Wednesday (5)	Thursday (6)
Count	2194	436	446	439	442	431
Average	0.0005185	0.0019156	-0.0014216	0.0004607	0.0003780	0.0013218
t		1.78501	-2.65623	0.91635	-0.11642	1.22893
Sig.		0.07210	0.00796	0.35958	0.90733	0.21923
S.D	0.01061	0.01276	0.01112	0.01045	0.00973	0.00812
Kurtosis	3.01851	1.70815	2.21785	3.36230	4.45592	3.69789
Skewness	-0.28497	-0.34062	-0.56165	-0.44653	0.18453	0.15832

WPI

	All days (1)	Sunday (2)	Monday (3)	Tuesday (4)	Wednesday (5)	Thursday (6)
Count	2194	436	446	439	442	431
Average	0.0009205	0.0015500	-0.0016726	0.0030061	0.0001668	0.0016222
t		-0.769	-2.484	2.248	-1.494	-0.731
Sig.		0.442	0.013	0.025	0.135	0.465
S.D	0.0280360	0.0134551	0.0274884	0.0523428	0.0115194	0.0098714
Kurtosis	1006.0190707	1.3032103	282.9772580	390.9167387	3.0325144	4.4635180
Skewness	22.1520435	-0.0375351	-15.0496105	19.2055871	0.1018105	0.5185873

يظهر الجدول السابق الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق لمؤشر الـ FFI ومؤشر الـ WPI لكل أسبوع خلال فترة الدراسة الممتدة من 1-1-2000 إلى 17-12-2008، القسم العلوي من الجدول يظهر نتائج التحليل الإحصائي لمؤشر الـ FFI فيما القسم السفلي من الجدول يظهر نتائج التحليل لمؤشر الـ WPI، الـ Count يظهر عدد المرات التي تم بها التداول خلال فترة الدراسة، الـ Average الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الغلاف، الـ t والـ sig لاختبار دلالة اختلاف الوسط الحسابي عن الصفر، الـ S.D الانحراف المعياري للعوائد اليومية، الـ Kurtosis والـ Skewness مقاييس للتفلطح والالتواء.

من خلال النظر إلى نتائج التحليل في جدول (1) يظهر أن متوسط العائد اليومي بشكل عام خلال فترة الدراسة كان موجبا للمؤشرين حيث بلغ (0.0005185) للمؤشر FFI و(0.0009205) للمؤشر الـ WPI، وقد بلغ أكبر متوسط عائد يومي باستخدام مؤشر الـ FFI ليوم الأحد (0.0019156)، فيما بلغ أكبر متوسط عائد يومي باستخدام مؤشر الـ WPI ليوم الثلاثاء (0.0030061)، وقد بلغ أقل متوسط عائد يومي خلال فترة الدراسة باستخدام مؤشر الـ FFI ومؤشر الـ WPI يوم الاثنين (-0.0014216) ويوم الاثنين (-0.016726) على التوالي، وبالنظر إلى اختبار t والـ Sig نستطيع القول بأنه وبالنسبة لمؤشر الـ FFI فإن متوسط عائد كل من يوم الأحد والثلاثاء والأربعاء والخميس لا تختلف بدلالة إحصائية عن الصفر عند مستوى معنوية 5%، فيما كان متوسط عائد يوم الأثنين سالبا بدلالة إحصائية عند ذات المستوى من المعنوية.

أما فيما يتعلق بمؤشر الـ WPI فتظهر نتائج اختبار t والـ Sig أن متوسط عائد كل من الأحد والأربعاء والخميس لا يختلف بدلالة إحصائية عن الصفر عند مستوى 5% فيما كان متوسط عائد يوم الأثنين والثلاثاء سالبا وموجبا على التوالي وهذا بدلالة إحصائية عند مستوى 5%. وبالنظر إلى معامل الالتواء والتفلطح (Skewness and Kurtosis) نستنتج أنه وباستخدام كل من مؤشر الـ FFI ومؤشر الـ WPI كان هناك التواءً سالبا بمقدار (0.2849656) والتواءً موجبًا بمقدار (22.1520435) على التوالي، مما يؤكد أن متوسط العائد اليومي خلال فترة الدراسة غير متماثل ولا يتوزع توزيعا طبيعيا.

وتأتي هذه النتيجة منسجمة مع الدراسات التي أجريت في أمريكا فقد كان عائد يوم الأثنين سالبا باستخدام المؤشرين FFI وWPI وبإجراء اختبار الاختلاف في الوسط الحسابي(t-statistics) من خلال مقارنة الوسط الحسابي ليوم الأثنين مع باقي أيام التداول دلت النتائج على أن الاختلاف ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5% باستخدام المؤشرين FFI وWPI.

جدول رقم (2) يظهر معاملات الانحدار للـ Dummy Variables لأيام الأسبوع للمؤشرين FFI وWPI وذلك لاختبار الفرضية العدمية الأولى والتي تنص على أن عوائد التداول خلال أيام الأسبوع متساوية بدلالة إحصائية، وقد أظهرت النتائج أن المعاملات لأيام الأسبوع باستخدام مؤشر الـ FFI كانت (0.001)، (-0.002)، (0.000)، (0.000)، (0.001) ليوم الأحد والأثنين والثلاثاء والأربعاء والخميس على التوالي، أما باستخدام مؤشر الـ WPI فقد كانت المعاملات لأيام الأسبوع (-0.001)، (-0.005)، (0.003)، (-0.003)، (-0.001) ليوم الأحد والأثنين والثلاثاء والأربعاء والخميس على التوالي.

جدول (2)

يوضح نتائج تحليل عائد يوم في الأسبوع للمؤشرين FFI وWPI

FFI						
F	6.361					
F sig.	0.000					
		Constant	DS	DM	DW	DTh
Estimated coefficients of the dummy variable		0.000	0.001	-0.002	0.000	0.001
WPI						
F	1.761					
F sig.	0.134					
		Constant	DS	DM	DW	DTh
Estimated coefficients of the dummy variable		0.003	-0.001	-0.005	-0.003	-0.001

وبما أن: $(F_{FFI} = 6.361 > 2.37 \mid n_1 = 4, n = \infty) = .05$

فإننا نرفض الفرضية العدمية عند استخدام مؤشر الـ FFI ونقبل الفرضية البديلة والتي تنص على أن عوائد التداول خلال أيام الأسبوع مختلفة بدلالة إحصائية، مما يعني أن هناك تأثيرا قويا ذا دلالة إحصائية ليوم الأثنين على عوائد سوق الأسهم، أما عند استخدام مؤشر الـ WPI فقد كانت قيمة F = 1.761 وبما أن:

$$(F_{WPI} = 1.761 < 2.37 \mid n_1 = 4, n = \infty) = .05$$

فإننا نقبل الفرضية العدمية لمؤشر الـ WPI مما يعني عدم وجود أدلة إحصائية على أن عوائد أيام التداول غير متساوية عند استخدام مؤشر الـ WPI.الأمر الذي يعني عدم وجود أدلة إحصائية على أن هناك تأثيرا ليوم الأسبوع على العوائد الرأسمالية لسوق عمان للأوراق المالية عند استخدام مؤشر الـ WPI.

يظهر جدول رقم (3) نتائج تحليل عوائد أيام الأسبوع خلال الفترة التي سبقت استخدام التداول الإلكتروني في بورصة عمان للأوراق المالية وخلال الفترة من 1-1-1992 ولغاية 31-12-1999 وباستخدام مؤشر الـ WPI (خلال هذه الفترة لم تكن بورصة عمان تحسب مؤشر الـ FFI) كما وتجدر الإشارة إلى أن أيام التداول خلال هذه الفترة كانت من يوم السبت إلى يوم الأربعاء حيث كانت عطلة نهاية الأسبوع لبورصة عمان يومي الخميس والجمعة، واستمر الحال حتى تاريخ 1-3-1999 حيث تم تعديل عطلة نهاية الأسبوع ليومي الجمعة والسبت بدلا من الخميس والجمعة مما أدى إلى أن يتوقف التداول يوم السبت ويبدأ التداول في أيام الخميس وقد كان يوم 27-2-1999 أخر يوم سبت يحدث فيه تداول فيما كان يوم 4-3-1999 أول يوم خميس يحدث فيه تداول (موقع البورصة على الانترنت)، مما استدعى تضمين جدول رقم (3) لستة أيام تداول بدلا من خمسة أيام.

جدول (3)

يوضح نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لعوائد أيام الأسبوع قبل التداول الإلكتروني

للفترة 1992/1/1 - 1999/12/31

WPI 1992-1999	All days (1)	Saturday (2)	Sunday (3)	Monday (4)	Tuesday (5)	Wednesday (6)	Thursday (7)
Count	2005	360	402	399	399	397	48
Average	0.00026	0.00101	-0.00007	0.00010	-0.00022	0.00057	0.00032
t		2.3560	0.3073	0.6311	-0.6228	1.5507	0.4973
Sig.		0.0186	0.7586	0.5281	0.5335	0.1211	0.6191
S.D	0.00721	0.00903	0.00652	0.00735	0.00618	0.00702	0.00518
Kurtosis	5.50258	3.37613	4.72736	9.63652	3.20501	4.53848	2.87282
Skewness	0.40012	0.02969	0.13001	1.08488	0.41138	0.25216	0.12579
F		1.4925					
F sig.		0.1890					
		Constant	**DSa**	**DS**	**DM**	**DW**	**DTh**
Estimated coefficients of the dummy variable		-0.0002	0.0012	0.0002	0.0003	0.0008	0.0005

يظهر الجدول أعلاه الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق لمؤشر الـ WPI لكل أسبوع خلال الفترة الممتدة من 1-1-1992 إلى 31-12-1999، وهي الفترة التي سبقت استخدام التداول الإلكتروني في بورصة عمان للأوراق المالية، القسم العلوي من الجدول يظهر نتائج التحليل الإحصائي الوصفي الـ WPI، الـ Count يظهر عدد المرات التي تم بها التداول خلال فترة الدراسة، الـ Average الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق، اختبار t والـ Sig. لاختبار مدى اختلاف متوسط عوائد أيام الأسبوع عن الصفر بدلالة إحصائية، الـ S.D الانحراف المعياري للعوائد اليومية، الـ Kurtosis والـ Skewness مقاييس للتفلطح والالتواء. فيما الجزء السفلي من الجدول يظهر نتائج تحليل الانحدار للـ Dummy variable وذلك لاختبار الفرضية العدمية المتعلقة بان عوائد أيام الأسبوع متساوية بدلالة إحصائية.

تظهر النتائج من جدول رقم (3) أن الوسط الحسابي لجميع الأيام كان موجبا(0.00026) فيما كان متوسط العائد اليومي موجبا لأيام السبت والأثنين والأربعاء والخميس وسالبا ليومي الأحد والثلاثاء وبالنظر إلى قيمة كل من t وSig. نستطيع القول بأن متوسط عائد يوم السبت والأثنين والثلاثاء والأربعاء والخميس لا يختلف بدلالة إحصائية عن الصفر فيما كان متوسط عائد يوم الأحد يختلف عن متوسطات عوائد أيام الأسبوع الأخرى واقل منها وسالبا بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وبما أن:

$$(F_{WPI(1992\text{-}1999)} = 1.4925 < 2.21 \mid n_1 = 5, n = \infty) = .05$$

فإننا نقبل الفرضية العدمية، والتي تنص على أن عوائد أيام الأسبوع لا تختلف بدلالة إحصائية عن

بعضها البعض. ونستنتج بعدم وجود أدلة إحصائية على أن هناك تأثيرا ليوم الأسبوع على العوائد الرأسمالية لسوق عمان للأوراق المالية قبل استخدام التداول الإلكتروني وباستخدام مؤشر الـ WPI عند مستوى معنوية 5%، مما يعني عدم وجود أدلة إحصائية على وجود نمط محدد لعائد احد أيام الأسبوع يختلف عن عوائد الأيام الأخرى وذلك عند استخدام مؤشر الـ WPI للفترة التي سبقت استخدام التداول الإلكتروني، وهي ذات النتيجة التي توصلنا لها باستخدام مؤشر الـ WPI للفترة ما بعد استخدام التداول الإلكتروني.

يظهر جدول (4) نتائج تحليل عوائد أيام الأسبوع للأسبوع الأول والثاني خلال الفترة من عام 2000/1/1 إلى 2008/12/31 باستخدام مؤشر الـ FFI حيث تظهر النتائج أن متوسط العائد.لكل الأيام كان موجبا (0.0008) وكان متوسط عائد أيام الأحد والثلاثاء والأربعاء وخميس موجبا وبقيم (0.0022) و(0.0011) و(0.0003) و(0.0016) على التوالي، فيما كان متوسط عائد يوم الأثنين سالبا وبقيمة (−0.0009) ولم تكن أي من هذه المتوسطات ذات دلالة إحصائية عند 5%، مما يعني عدم وجود أدلة إحصائية على أن متوسط عائد أيام الأسبوع تختلف بدلالة إحصائية عن الصفر عند مستوى معنوية 5% للأسبوع الأول والثاني من كل شهر. وبما أن:

$$(F_{FFI(1st\ \&\ 2nd\ week)} = 2.2436 < 2.37 \mid n_1 = 4, n = \infty) = .05$$

جدول (4)

نتائج التحليل الإحصائي لعوائد أيام الأسبوع الأول والثاني من كل شهر باستخدام مؤشر الـ FFI

خلال الفترة من 2000/1/1 - 2008/12/31

FFI 2000-2008	All days (1)	Sunday (2)	Monday (3)	Tuesday (4)	Wednesday (5)	Thursday (6)
Count	1007	202	206	204	201	194
Average	0.0008	0.0022	-0.0009	0.0011	0.0003	0.0016
t		0.9104	-1.8455	1.4559	-0.7462	0.4551
Sig.		0.3628	0.0653	0.1457	0.4557	0.6491
S.D	0.0110	0.0126	0.0118	0.0115	0.0102	0.0079
Kurtosis	2.8455	1.1520	2.2065	3.0234	4.8493	4.1801
Skewness	-0.2156	-0.1816	-0.5231	-0.4261	0.2772	0.3627
F		2.2436				
F sig.		0.0561				
		Constant	DS	DM	DW	DTh
Estimated coefficients of the dummy variable		0.0011	0.0010	-0.0020	-0.0008	0.0005

يظهر الجدول أعلاه الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق لمؤشر الـ FFI للأسبوع الأول والثاني من كل شهر خلال الفترة الممتدة من 2000 - 2008، القسم العلوي من الجدول يظهر نتائج التحليل الإحصائي الـ FFI، الـ Count يظهر عدد المرات التي تم بها التداول خلال الفترة، الـ Average الوسط

الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق، اختبار t وSig لاختبار اختلاف المتوسطات الحسابية عن الصفر بدلالة إحصائية، الـ S.D الانحراف المعياري للعوائد اليومية، الـ Kurtosis والـ Skewness مقاييس للتفلطح والالتواء.

فيما الجزء السفلي من الجدول يظهر نتائج تحليل الانحدار للـ Variable Dummy وذلك لاختبار الفرضية العدمية والمتعلقة بان عوائد أيام الأسبوع متساوية بدلالة إحصائية.

بناءً على النتائج السابقة فإننا نقبل الفرضية العدمية ونرفض البديلة ونستنتج بأنه ليس هناك أدلة إحصائية على وجود نمط سلوكي استثماري غير عادي يتعلق بتأثير يوم الأسبوع على عوائد الأسهم الرأسمالية باستخدام مؤشر الـ FFI للأسبوع الأول والثاني من كل شهر عند مستوى معنوية 5%.

جدول (5) يظهر نتائج تحليل عوائد أيام الأسبوع للأسبوع الثالث والرابع والخامس من كل شهر خلال الفترة من 2000/1/1 إلى 2008/12/31 وتظهر النتائج أن متوسط عائد كل الأيام خلال الفترة كان موجبا وبقيمة (0.00024) وكان متوسط عائد كل من يوم الأحد والأربعاء والخميس موجبا وبقيمة (0.00163) و(0.00047) و(0.00118) على التوالي، فيما كان متوسط يومي الأثنين والثلاثاء سالبا وبقيمة (-0.00191) و(-0.00007) على التوالي.

ولم تكن أي من هذه المتوسطات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5% باستثناء متوسط عائد يوم الأثنين إذ كان سالبا وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن متوسط عوائد أيام الأحد والثلاثاء والأربعاء والخميس لا تختلف بدلالة إحصائية عن الصفر للأسبوع الثالث والرابع والخامس من كل شهر باستخدام مؤشر الـ FFI، فيما عائد يوم الأثنين يختلف عن عوائد أيام الأسبوع الأخرى وسالب بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وبما أن:

$$(F_{FFI(3rd,\ 4th\ \&5th\ week)} = 4.2522 > 2.37 \mid n_1 = 4, n = \infty) = .05$$

بناء على ذلك فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة والتي تنص على أن عوائد أيام الأسبوع غير متساوية بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، أي أن هناك دليلا إحصائيا على وجود نمط سلوكي استثماري غير عادي ليوم الأثنين للأسبوع الثالث والرابع والخامس من كل شهر عند استخدام مؤشر الـ FFI. وتجدر الإشارة إلى أن هذه النتيجة تنسجم مع نتيجة دراسة (Ko Wang et al., 1997) التي توصلت إلى عدم وجود نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين في الأسبوع الأول والثاني والثالث من كل شهر، فيما هناك أدلة إحصائية على وجود نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين في الأسبوع الرابع والخامس من كل شهر.

جدول (5)

يوضح نتائج التحليل الإحصائي لعوائد أيام الأسبوع الثالث والرابع والخامس من كل شهر

باستخدام مؤشر الـ FFI خلال الفترة 2000/1/1 - 2008/12/31

FFI 2000-2008	All days (1)	Sunday (2)	Monday (3)	Tuesday (4)	Wednesday (5)	Thursday (6)
Count	1165	233	239	233	237	223
Average	0.00024	0.00163	-0.00191	-0.00007	0.00047	0.00118
t		1.7946	-2.3474	-0.1113	0.5746	1.2996
Sig.		0.0730	0.0217	0.9114	0.5657	0.1940
S.D	0.01030	0.01292	0.01053	0.00945	0.00935	0.00834
Kurtosis	3.14378	2.18610	2.19307	3.48022	3.96531	3.32894
Skewness	-0.36814	-0.47291	-0.64143	-0.56871	0.09174	0.06694
F		4.2522				
F sig.		0.0020				
		Constant	DS	DM	DW	DTh
Estimated coefficients of the dummy variable		-0.0001	0.0017	-0.0018	0.0005	0.0012

يظهر الجدول أعلاه الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق لمؤشر الـ FFI للأسبوع الثالث والرابع والخامس من كل شهر خلال الفترة الممتدة من 2000 - 2008، القسم العلوي من الجدول يظهر نتائج التحليل الإحصائي الوصفي الـ FFI، الـ Count يظهر عدد المرات التي تم بها التداول خلال الفترة، الـ Average الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق،اختبار t و Sig لاختبار اختلاف المتوسطات الحسابية عن الصفر بدلالة إحصائية، الـ S.D الانحراف المعياري للعوائد اليومية، الـ Kurtosis والـ Skewness مقاييس للتفلطح والالتواء. فيما الجزء السفلي من الجدول يظهر نتائج تحليل الانحدار للـ Dummy variable وذلك لاختبار الفرضية العدمية والمتعلقة بأن عوائد أيام الأسبوع متساوية بدلالة إحصائية.

جدول رقم (6) يظهر نتائج تحليل عوائد اليوم الأول واليوم الأخير من كل شهر باستخدام مؤشر الـ FFI لمحاولة معرفة فيما إذا كان هناك نمط سلوك معين لعوائد هذه الأيام، وقد دلت النتائج على أن الوسط الحسابي لعائد اليوم الأول واليوم الأخير كانا موجبين وبقيمة (0.00393) و(0.00420) على التوالي فيما لم يكن الوسط الحسابي لعائد اليوم الأول من كل شهر ذات دلالة إحصائية، كان متوسط عائد اليوم الأخير من كل شهر ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5% (0.0001) مما يعني عدم وجود أدلة إحصائية على أن عائد اليوم الأول من كل شهر وباستخدام مؤشر الـ FFI يختلف بدلالة إحصائية عن الصفر، وان هناك أدلة إحصائية على أن عائد اليوم الأخير من كل شهر وباستخدام مؤشر الـ FFI موجب ويختلف بدلالة

إحصائية عن الصفر، إلا أنه لا يمكن الاستنتاج بوجود نمط سلوكي غير عادي لليوم الأول والأخير من كل شهر حيث أن $F_{1,\infty}= 0.0336$ أقل من قيمة F الجدولية والبالغة 3.84 وعليه وبما أن:

$$(F_{FFI(1st \& last day in the month)} = 0.0336 < 3.84 \mid n_1 = 1, n = \infty) =.05$$

فإننا نستنتج عدم وجود أدلة إحصائية لتأثير اليوم الأول والأخير من كل شهر على العوائد الرأسمالية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.

جدول رقم 6

نتائج التحليل الإحصائي لمتوسط عوائد اليوم الأول D first واليوم الأخير من كل شهر خلال الفترة بين 2000/1/1 و2008/12/31 باستخدام مؤشر الـ FFI

FFI 2000-2008			
	first day in the month	Last day in the month	
Count	107	108	
Average	0.00393	0.00420	
t	-0.1834	4.0077	
Sig	0.8547	0.0001	
S.D	0.01290	0.00844	
Kurtosis	1.61922	4.42314	
Skewness	-0.02726	1.31620	
F		0.0336	
F sig.		0.8547	
		Constant	D first
Estimated coefficients of the dummy variable		0.0042	-0.0003

يظهر الجدول أعلاه الوسط الحسابي للعوائد اليوم الأول واليوم الأخير من كل شهر خلال الفترة من 2000/1/1 إلى 2008/12/31 إغلاق إلى الإغلاق لمؤشر الـ FFI القسم العلوي من الجدول يظهر نتائج التحليل الإحصائي الوصفي الـ FFI، الـ Count يظهر عدد المرات التي تم بها التداول خلال الفترة، الـ Average الوسط الحسابي للعوائد اليومية إغلاق إلى الإغلاق، اختبار t و Sig لاختبار اختلاف المتوسطات الحسابية عن الصفر بدلالة إحصائية، الـ S.D الانحراف المعياري للعوائد اليومية، الـ Kurtosis والـ Skewness مقاييس للتفلطح والالتواء. فيما الجزء السفلي من الجدول يظهر نتائج تحليل الانحدار للـ Dummy variable وذلك لاختبار الفرضية العدمية والمتعلقة بان عوائد أيام الأسبوع متساوية بدلالة إحصائية.

النتائج والتوصيات:

هدفت الدراسة إلى الكشف عن نمط سلوك عوائد الأسهم خلال أيام التداول الأسبوعية في أسواق ناشئة وبالتحديد سوق عمان للأوراق المالية، وقد تم استخدام مؤشري بورصة عمان لهذه الغاية.

وقد خلصت الدراسة إلى عدم وجود نمط سلوكي غير عادي لعوائد الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية عند استخدام مؤشر الـ WPI، مما يعني عدم وجود أي تأثير ليوم الأسبوع على العوائد الرأسمالية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية.

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Petigill et al., 2003) التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية التي خلصت إلى أن ظاهرة عدم تساوي عوائد أيام الأسبوع قد اختفت من بعض الأسواق المالية الأمريكية خلال العقدين السابقين بسبب انخفاض تكاليف التداول والانتعاش الكبير في أسواق المال خل التسعينات من القرن الماضي.

أما عند استخدام مؤشر السوق المرجح بالأسهم الحرة FFI فقد دلت نتائج التحليل على وجود نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين خلال فترة الدراسة، حيث أظهرت الدراسة أن عائد يوم الأثنين كان أقل من عوائد أيام الأسبوع الأخرى وسالبا بدلالة إحصائية مما يعني أن هناك تأثيرا ليوم الأثنين على عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة مثل سوق عمان للأوراق المالية، وتنسجم هذه النتيجة مع نتائج دراسة (2003) Sun and Tog ودراسة (2004) Chan.

وعند تقسيم الفترة الممتدة بين عامي 1992 - 2008 إلى فترتين الأول 1992 - 1999 وهي الفترة التي سبقت استخدام التداول الإلكتروني في سوق عمان للأوراق المالية والفترة الثانية من 2000 - 2008 وهي الفترة ما بعد استخدام التداول الإلكتروني لمعرفة فيما إذا كان هناك تأثيرا للتداول الإلكتروني على عوائد الأسهم، دلت الدراسة على أن متوسط عوائد أيام الأسبوع متساوية ولا تختلف بدلالة إحصائية عن الصفر، مما يعني عدم وجود أدلة إحصائية على وجود نمط غير عادي لعوائد الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية قبل استخدام التداول الإلكتروني وبعد استخدام التداول الإلكتروني عند استخدام مؤشر الـ WPI.

كذلك توصلت الدراسة إلى وجود نمط سلوكي غير عادي ليوم الأثنين في الأسبوع الثالث والرابع والخامس من الشهر، في حين أن الدراسة لم تكشف عن نمط سلوكي غير عادي للأسبوع الأول والثاني من الشهر باستخدام مؤشر الـ FFI،مما يمكننا من الاستنتاج بأن تأثير يوم الأثنين على عوائد الأسهم الرأسمالية في سوق عمان للأوراق المالية ينحصر في النصف الثاني من الشهر، في حين لم يكن هناك تأثير ذا دلالة إحصائية للنصف الأول من الشهر على عوائد الأسهم الرأسمالية. وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة (1997) Ko Wag.

وأخيرا ومع أن نتائج الدراسة قد توصلت إلى أن متوسط عائد اليوم الأول من الشهر لا يختلف بدلالة إحصائية عن الصفر، فيما كان متوسط عائد اليوم الأخير من الشهر يختلف عن الصفر بدلالة إحصائية، إلا أن الدراسة لم تتوصل إلى وجود نمط سلوكي غير عادي لليوم الأول والأخير من الشهر حيث كانت قيمة F المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية 5%.

ويرى الباحثون أن السبب في عدم ظهور تأثير ليوم الأسبوع على عوائد الأسهم عند استخدام مؤشر الـ WPI بينما كان هناك تأثيرا ذات دلالة إحصائية عند استخدام مؤشر الـ FFI قد يعود إلى أن مؤشر الـ WPI يتأثر بشكل كبير بالشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة مثل البنك العربي، الأمر الذي قد يعمل على تشويه دلالة مؤشر السوق وانحيازه إلى هذه الشركات، بينما مؤشر الـ FFI يعطي تمثيلا أفضل لتحركات أسعار الأسهم، ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة، وإن ما توصلت إلية هذه الدراسة من أن ظاهرة تأثير يوم الأثنين على العوائد الرأسمالية للأسهم في سوق عمان للأوراق المالية ينحصر في النصف الثاني من الشهر، يمكن أن يكون نقطة انطلاق لأبحاث مستقبلية قد تجعل البحث عن تفسير لهذه الظاهرة أكثر سهولة.

بناءً على نتائج الدراسة، فإن الباحثون يوصون بإجراء المزيد من التحليل والدراسات المستقبلية على بورصة عمان والبورصات العربية الأخرى، للتعرف على أسباب الاختلاف بين هذه الأسواق وأسواق الدول المتقدمة، فضلا الوقوف على أسباب التضارب في نتائج الدراسات المختلفة.

المراجـــــع

أولاً- مراجع باللغة العربية:

- التقارير السنوية لبورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة 1992-2008
- موقع بورصة عمان للأوراق المالية /WWW.ase.com.jo

ثانيًا- مراجع باللغة الأجنبية:

- Abraham, Abraham and David L. Lkenberry. (1994). "The Individual Investor & the Weekend Effect", ***The Journal of Finance and Quantitative Analysis***, Vol. 29, No. 2. pp 263-277.
- Chan, S. (2004). "The Impact of Institutional Investors on the Monday Seasonal", ***The Journal of Business***, 77(4), 967-986.
- Choy, A.Y.F. and J. O'Hanlon. (1989). Day-of-the-week Effects in the Uk Equity Market: A Cross-sectional Analysis, ***Journal of Business Finance and Accounting,*** 16, pp. 89-104.
- Fishe, R.P.H.; T.F. Gosnell, and D.J. Lasser. (1993). "Good News, Bad News, Volume and the Monday Effect", ***Journal of Business Finance and Accounting***, 20, pp. 881-892.
- Gondhalekar, V. and S. Mehdian. (2003). "The Blue-Monday Hypothesis: Evidence Based on Nasdaq Stocks, 1971-2000", ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42(3/4), 73-89. Summer/Autumn.
- Gu, A. (2004). "The Reversing Weekend Effect: Evidence from the U.S. Equity Markets", ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, 22(1), 5-14. January.
- Kamara, Avraham. (1997). "New Evidence on the Monday Seasonal in the Stock Returns", ***The Journal of Business***, Vol. 70, No. 1. January.
- Ko, Wang; Li, Yuming and John Erickson. (1997). "A New Look at the Monday Effect", ***The Journal of Finance***, Vol. 52, No. 5, pp. 2171-2186.
- Pettengill, G. (2003). "A Survey of the Monday Effect Literature", ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42 (3/4), 3-27. Summer/Autumn.
- Pettengill, G.; Jr. Wingender, and R. Kohli. (2003). "Arbitrage, Institutional Investors and the Monday Effect", ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42 (3/4), 49-63. Summer/Autumn.
- Rosenberg, M. (2004). "The Monthly Effect in Stock Returns and Conditional Heteroscedasticity", ***American* Economist**, 48 (2), 67-73. Fall.
- Steeley, James M. (2001). "A note on information seasonality and the disappearance of the Weekend effect in the UK stock market", ***Journal of Banking & Finance***, 25, 1941-1956.
- Singleton, J. and Jr. Wingender. (2003). "The Monday Effect: A Disaggregation Analysis", ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42(3/4), 91-111. Summer/Autumn.
- Sullivan, J. and K. Liano. (2003). "Market Breadth and the Monday Seasonal in Stock Returns", ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42 (3/4), 65-72. Summer/Autumn.
- Sun, Q. and W. Tong. (2003). "Another New Look at the Monday Effect. 29 (7/8), 1123-1147. March.
- Tori, C. (2003). "Re-examining Return Autocorrelation and Monday Returns". ***Quarterly Journal of Business & Economics***, 42 (3/4), 29-47. Summer/Autumn.

Day-of-the-Week Effect on Stocks Returns Evidence from the Jordanian Stock Exchange 1992-2008

Dr. Imad Z. Ramadan

Assistant Professor

Dr. Thair A. Kaddumi

Assistant Professor

Dr. Qais A. Kilani

Assistant Professor

Banking & Finance Dep.
Applied Science Private University
Hashemite Kingdom of Jordan

Abstract

This study aims to shed the light on the behavior pattern of the stock capital-gain in emerging stock markets in general and in Amman stock exchange in particular.

The two Amman stock Exchange indices have b used during the period (1992-2008), by using the statistical procedure OLS with dummy variables the zero-hypothesis, that states that the returns are equal and significantly differ from zero throughout all the week days, has been examined to be accepted or refused.

The study has found that there is un-usual behavioral pattern on Monday. Monday has an effect on capital returns. The Monday average is statistically different from zero and negative, the effect is restricted to the second half of the month; meanwhile the study has not found any statistically significant evidence that the-other-days returns are unequal or different from zero.